* Bir hissenin beta katsayısının ortalama bir hisse senediyle karşılaştırı... olarak onun göreceli değişkenliğini ölçtüğünü söyleriz. Bir firmanın beta katsayısı onun finansal kaldıraç derecesiyle artar.

* Diğer şeyler aynı olmak koşuluyla bir firmanın riskliliği arttıkça P/E oranları düşmelidir.

* Eğer şirket sıfır borç kullanıyorsa, sermayesi tüm özsermayedir. Firma dü... ük maliyetli borç kullanmaya başladıkça, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ...düşer. Ancak, borç oranı arttıkça borç ile özsermayenin maliyetleri yükselir ...e iki bileşenin artan maliyetleri, düşük maliyetli bileşenin daha büyük mik... arlarda kullanılmış olması durumunu dengelemeye başlar. Optimal borç oranı... da WACC en düşük düzeye ulaşır ve ondan sonra borç oranı artırıldıkça ...yükselir.

* Eğer mevcut oranlar hedefin dışındaysa yeni menkul kıymet arzları yapıld... ... zaman bu hedefe doğru yönelmelidir.

Kaldıraç Derecesi

- Kaldıracın iki türü birbiriyle ilişkilidir. Örneğin eğer B firması faaliyet kaldıracını düşürmüşse, bu muhtemelen onun optimal miktardaki finansal kaldı... racında bir artışa yol açar. Diğer yandan, eğer firma faaliyet kaldıracını yü... seltmeye karar vermişse optimal sermaye yapısı muhtemelen daha az borç ...gerektirir.

- Faaliyet Kaldıracı Derecesi: EBIT'de satışlardaki %1'lik değişmeden kay... naklanan yüzdelik değişme.

$$\text{Faaliyet Kaldıracı Derecesi} = \frac{\Delta EBIT / EBIT}{\Delta Q / Q}$$

Q Noktasındaki Faaliyet Kaldıracı Derecesi: $\dfrac{Q(P-V)}{Q(P-V)-F}$

Genel olarak eğer bir firma başabaş noktasına yakın olarak faaliyet... ...ulunuyorsa, faaliyet kaldıracı derecesi yüksek olur. Fakat satışların ...düzeyi başabaştaki satışların üstüne çıktıkça faaliyet kaldıracı derecesi ...düşer.

Finansal Kaldıraç Derecesi

Faaliyet kaldıracı faiz ve vergilerden önceki karı (EBIT'i) etkiler. Halbuki finansal kaldıraç faiz ve vergilerden sonraki karı yada adi hisse senedi sa... hipleri için mevcut olan karı etkiler. Eğer bir firma daha fazla faaliyet kaldıracı kullanmaya karar vermişse, sabit maliyetleri yüksek, değişken mali... yetleri daha düşük olur ve EBIT satışlarla büyük bir ölçüde değişir. Finansal kaldıraç, satış düzeyindeki değişmenin hisse başına kar üzerindeki etkisini ...artırır.

Finansal Kaldıraç Derecesi: Faiz ve vergi öncesi kârdaki verilen bir yüzdelik değişmeye ilişkin olarak, adi hisse senedi sahipleri için hazır olan kârdaki yüzdelik değişme.

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{\%\Delta EPS}{\%\Delta EBIT} = \frac{EBIT}{EBIT-I}$$

*Eğer hiç borç kullanılmamış ise, finansal kaldıraç derecesi tanım gereği 1 - dir.

Faaliyet ve Finansal Kaldıracı Birleştirme
*Toplam Kaldıraç Derecesi: Satışlardaki verilen bir yüzdelik değişmenin EPS'de meydana getirdiği yüzdelik değişme; faaliyet kaldıracı derecesiyle finansal kaldıraç derecesinin çarpımının sonucu.

Likidite ve Nakit Akımı Analizi
1. Farklı finansal kaldıraç dereceleri tarafından P/E oranlarının ya da özsermaye kapitilizasyon oranlarının nasıl etkilendiğini tam olarak belirlemek hemen hemen imkansızdır.
2. Yöneticiler ortalama hissedardan daha az/çok hırslı olabilir. Bu nedenle yönetim hisse fiyatını maksimize eden bir sermaye yapısından biraz daha farklı olan bir hedef sermaye yapısını belirleyebilir. Ayrıca, yönetim hedeften çok uzakta ise, özellikle altında olduğu durumda, o zaman başka firmaların ya da yönetim gruplarının şirketi ele geçireceği, kaldıracını arttıracağı ve böylelikle değerini yükselteceği olasılığı çok yüksektir.
3. Büyük firmaların sürekli hizmet sağlama zorunluluğu vardır. Dolayısıyla bunlar firmaların uzun dönem yaşama kabiliyetini tehlikeye koyan noktaya kadar kaldıraç kullanmaktan sakınmak zorundadır. Uzun dönem yaşama kabiliyeti kısa dönem hisse fiyatı maksimizasyonu ve sermaye maliyeti minimizasyonuyla çelişebilir.

*Kaldıraç derecesi kavramı yatırımlar için de yararlıdır. Eğer bir sektördeki firmalar toplam kaldıraç derecelerine göre sınıflandırılırlarsa, sektörün geleceği konusunda iyimser olan bir yatırımcı yüksek kaldıracı olan firmaları tercih edebilir ya da sektörün satışlarının düşeceği bekleniyorsa tersini yapar.

* Faiz Karşılama Oranı (TIE): Firmanın yıllık faiz yükümlülüklerini karşılama yeteneğini ölçer ve vergi öncesi kârın faiz giderlerine bölünmesiyle hesaplanır. Bu oran ne kadar düşükse, bir firmanın borçlarını ödeyememe ve iflas etme olasılığı o kadar yüksek olur.

Amortisman kapsayan nakit akımlarının, TIE den daha az olsa bile, işletmenin faiz ödemelerini karşılamak için yeterli olabildiğine dikkat edilmelidir. Dolayısıyla bir firma, faaliyet kârı faiz yükümlülüklerinden daha az olsa bile en ... bir ... ile ... sakınmaya muktedir olabilir.

Sermaye Yapısı Teorisi

* MM, borç faizinin vergi matrahından düşülebilir olması nedeniyle bir firmanın ne kadar çok borç kullandıkça değerinin sürekli artacağını ve böylece hemen hemen tamamen borçla finanse etmek suretiyle firmanın değerinin maksimum olacağını öne sürdüler.

* MM'nin varsayımları:
  1. Hiçbir komisyoncu maliyeti yoktur.
  2. Hiçbir gelir vergisi yoktur.
  3. Bireysel yatırımcılar şirketlerle aynı faiz oranından borçlanabilir.
  4. Yatırımcılar, firmanın gelecekteki yatırım fırsatları konusunda firma yönetimi kadar bilgiye sahiptirler.
  5. Ne kadar borç kullandığına bakılmaksızın firmanın tüm borcu risksizdir.
  6. EBIT borç kullanımı tarafından etkilenmemektedir.

* Faizin vergi matrahından düşülebilir bir gider olması gerçeği, borcu adi ve imtiyazlı hisse senetlerinden daha az pahalı yapar. Böylece bir şirket ne kadar çok borç kullanırsa, değeri ve hisselerinin fiyatı o kadar yüksek olur. MM'in ilk makalesinin varsayımları altında onların analizi, firmanın hemen hemen %100 borç kullanması durumunda hisse fiyatının maksimum olacağı sonucuna yöneltmiştir.

* Gerçek uygulamada MM varsayımları tutmamaktadır. İlk olarak, borç oranı yükseldikçe faiz oranları artmaktadır. İkinci olarak, kaldıracın aşırı düzeylerinde Ebit düşer, ~~ve böylece borcun vergiden korunma değerini azaltır. Dol~~ Üçüncüsü, beklenen vergi oranları düşer ve böylece borcun vergiden korunma değerini azaltır. Dördüncüsü, beraberinde avukat ücretlerini ve diğer maliyetleri getiren iflas olasılığı borç oranı yükseldikçe artar.

D_1 olarak belirtilen bir borç eşitliği düzeyi vardır. Bunun altında belirtilen maddeler bu düzeyin altında görülmez. Ancak D_1'in ötesinde iflasla ilişkili maliyetler artan bir biçimde önemli olur ve artan bir oranda borcun vergi avantajlarını azaltır. D_1–D_2 aralığında iflasla ilgili maliyetler artar fakat borcun vergi yararlarını dengelemez. Dolayısıyla, borç oranı arttıkça firmanın hisse fiyatı artar (fakat azalan bir oranda). Ancak D_2'nin ötesinde iflasla ilişkili maliyetler vergi yararını aşar. Böylece bu noktadan sonra borç oranını artırma hisse değerini düşürür. Bu nedenle D_2, optimal sermaye yapısını gösterir.

Sermaye yapısı teorisinin en rahatsız edici yönü, gelecekli büyük ve başarılı firmanın, teorinin önerdiğinden çok daha az borç kullanmasıdır.

Asimetrik Bilgi Etkileri

MM yatırımcıların bir firmanın geleceği konusunda onun yöneticileriyle aynı bilgiye sahip olduğunu varsayar. Ancak yöneticilerin kendi firmaları konusunda dışard

i yatırımcılardan gerçekte daha iyi bilgi sahibidirler.

Asimetrik Bilgi: Yöneticilerin kendi firmasının geleceği konusunda yatırımcılardan ...klı (daha iyi) bilgiye sahip olduğu durumdur ve optimal sermaye yapısı üzerinde önemli bir etkiye sahiptir.

Çok iyi geleceği olan bir firmanın, hisse senedi satmaktan kaçınmaya çalışacak ve bunun yerine normal hedef sermaye yapısının ötesinde borç kullanma dahil ...aşka araçlarla istenilen yeni sermayeyi sağlamaya gayret edeceği belirtilir.

Geleceği iyi olmayan bir firma hisse senedi satmalıdır. Bu, zararları paylaşmak için yeni hissedarların firmaya getirilmesi demektir.

Belli bir düzeye gelmiş yerleşik ve finansman seçeneklerinin olduğu göze ...ir firma tarafından hisse senedi arz duyurusu, bir firmanın yönetimi tarafından görüldüğü kadarıyla gelecekteki durumunun parlak olmadığına ilişkin bir ...nyal olarak algılanır. Bu da, yerleşik bir firma yeni bir halka arz duyurusu ...ığı zaman hisse senedi fiyatının düşmesi gerektiğini gösterir.

Sinyal: Bir firma yönetiminin yaptığı ve yatırımcılara yönetimin firmanın ...eleceteki durumunu nasıl gördüğü konusunda ipuçları veren bir harekettir.

*Tüm bunların sermaye yapısı kararları için etkileri nelerdir. Cevap, normal za...manlarda, firmaların, özellikle bazı iyi yatırım fırsatlarının ortaya çıktığı ...umlarda kullanılabileceği bir rezerv borçlanma kapasitesi muhafaza etmelerini ...erektiğidir. Bu normal zamanlarda firmaların vergi yararı / iflas maliyeti dengesi ...arafından önerilenden daha az borçlanmalarının gerektiği anlamına gelir.

·Bir işletme sermaye yapısı seçiminde aşağıdaki faktörleri gözönüne al...malı zorundadır:

1. Satışların İstikrarı: Satışları oldukça istikrarlı olan bir firma satışları istikrarsız olan bir firmaya göre emin bir biçimde daha fazla borç alabilir ve sabit yükümlülüklere girebilir. İstikrarlı talepleri nedeniyle elektrik işletmeleri sanayi işletmelerinden daha fazla finansal kaldıraç kullanabilir.

2. Aktif Yapısı: Aktifleri menkul kıymetler için teminat gösterilmeye uygun olan firmalar oldukça çok borç kullanma eğilimindedirler. Emlak firmaları genellikle yüksek düzeyde borç kullanırken teknolojik araştırmalarla uğraşan şirketler daha az borç kullanırlar.

3. Faaliyet Kaldıracı: Diğer şeyler aynı olmak koşuluyla düşük faaliyet kaldıracı olan bir firma daha çok finansal kaldıraç kullanma gücündedir.

4. Büyüme Oranı: Diğer şeyler aynı olmak koşuluyla, daha hızlı büyüyen firmalar çok daha fazla oranda dışsal sermayeye dayanmak zorundadır.

5. Karlılık: Yüksek yatırım karlılığı olan firmaların genellikle göreceli olarak daha az borç kullandıkları gözlenmektedir. Bu konuda pratik bir açıklama

...ok firmaların fazla borç finansmanına ihtiyaç duymamalarıdır. Onların ç... yüksek karlılık oranları, onlara firmalarının finansmanlarının çoğunu dağı...tılmayan karlarla yapma imkanı vermektedir.
...Vergiler: Bir firmanın kurumlar vergisi oranı ne kadar yüksek ise, borç ...ullanma avantajı o kadar büyük olur.
...Kontrol: Eğer mevcut durumda yönetimin oy kontrolü varsa fakat ab... ...az fazla hisse senedi satın alma durumunda da değilse, yeni finansman ...için borcu tercih edebilir. Eğer firma geri ödememe durumuna düşerse, yön...eticiler hemen hemen kesin olarak işlerini kaybederler. Ancak, eğer çok az ...borç kullanırsa, yönetim başkaları tarafından ele geçirilme riskiyle karşı ...karşıya kalır.
...Yönetimin Tavırları: Bazı yönetimler diğerlerinden daha tutucu olma eğilimi... ...edir ve dolayısıyla sektörlerindeki ortalama bir firmadan daha az borç ku...anırlar.
... Borç Veren ve Derecelendirme Kurumlarının Tavırları
...D. Piyasa Koşulları
... Firmanın İçsel Koşulları: Bir firma yakın gelecekte daha yüksek karlar ...ahmin etmektedir. Bu şirket hisse senedi ihraç etmek istemeyecektir. Yükse... ...rlar gerçekleşip hisse senedi fiyatına yansıdığı zamana kadar borçla finansmanı ...cih edecektir.
... Finansal Esneklik: Daima işletme faaliyetlerini desteklemek için ihtiyaç duy... ...an sermayeyi sağlayacak bir durumda olmak. Uygun rezerv borçlanma kapasitesi... ...uhafaza etme.
İlaç ve elektronik şirketleri fazla borç kullanmamaktadırlar. Bu şirketler ...zellikle oldukça karlıdırlar ve dolayısıyla dağıtılmayan karlarla finansmana ...debilmektedirler. Ayrıca, araştırmaya yönelik ve aynı zamanda ürüne ilişkin ...üyük davalara maruz olan sektörlerdeki işin doğasından kaynaklanan belirsizlik ...r çok büyük borç kullanmayı akıllıca kılmaz.
Veriler aynı sektörlerdeki firmalar arasında da sermaye yapılarında büyük ...kalacmalar vardır.

BÖLÜM 18: TEMETTÜ POLİTİKASI

* Daha fazla nakit temettü hisse fiyatını artırma eğiliminde olur. Ancak, nakit temettü artırılırsa, o zaman tekrar yatırım için daha az para kalacaktır, gelecekteki beklenen büyüme oranı düşürülecektir ve bu da hisse fiyatını bastıracaktır. Dolayısıyla, temettüyü değiştirmenin iki zıt etkisi vardır. Bir firmanın optimal temettü politikası mevcut temettüyle hissenin fiyatını maksimize eden gelecekteki büyüme oranı arasındaki dengeyi sağlar.

* Firmaya açık yatırım fırsatları, seçenek sermaye kaynakları ve hissedarların gelecekteki gelire karşılık bugünkü gelir tercihleri gibi bazı faktörler temettü politikasını etkiler.

Temettü İlişkisizlik Teorisi

- Temettü politikasının bir firmanın ne hisse senedi fiyatı ne de sermaye maliyeti üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı tartışılmaktadır - yani temettü politikası ilgili değildir.
- MM, bir firmanın değerinin yalnızca temel kazanma gücü ve işletme riski tarafından belirlendiğini iddia etmişlerdir. Başka bir ifadeyle, MM firma değerinin yalnızca firmanın aktiflerinin meydana getirdiği kara bağlı olduğunu, bu karın, temettü ve dağıtılmayan kar arasında bölünmesine bağlı olmadığını öne sürmüşlerdir.

Varsayımlar;

1. Gelir ya da kurumlar vergisi yok
2. İhraç ya da işlem maliyetleri yok
3. Finansal kaldıracın sermaye maliyeti üzerinde hiç etkisi yok
4. Yatırımcıların ve yöneticilerin firmanın geleceği konusunda aynı bilgilere sahip olduğu
5. Karın temettü ve dağıtılmayan kar arasında dağılmasının firmanın özsermaye maliyeti ve
6. Bir firmanın sermaye bütçelemesi politikasının temettü politikasından bağımsız olduğunu varsaymışlardır.

MM tüm ekonomik teorilerin basitleştirici varsayımlara dayalı olduğunu ve teorinin geçerliliğinin varsayımlarının gerçekçiliğine dayalı olarak değil, ampirik testlere dayalı olarak değerlendirilmek zorunda olduğunu iddia etmişlerdir.

Eldeki Kuş Teorisi

Temettü ödemesi azaldıkça kişinin arttığını öne sürmüşlerdir. Çünkü yatı-

...malar temettü ödemelerinden elde ettikleri sermaye kazançlarına göre
eşitlenmeyen karlardan elde edilebilen sermaye kazançlarından daha az emin
..rler. Yatırımcıların gerçekte beklenen temettünün 1 dolarına, beklenen sermaye
kazancının 1 dolarından çok daha fazla değer verdiklerini, çünkü temettü
..hrisi bileşeni D_1/P_0 toplam beklenen getiri $k_s = D_1/P_0 + g$ eşitliğindeki g
..leşeninden daha az risklidir.
Temettü getirisinde %1'lik bir düşmeyi dengelemek için %1'den daha
çok bir ek büyümenin gerekli olduğunu öne sürmüşlerdir.
MM'e göre, optimal bir temettü politikası yoktur, bir temettü politikası bir
başkası kadar iyidir.
Yapılan ampirik çalışmaların sonuçlarında da, her 2 teoriden herhangi biri-
nin doğru ya da her ikisinin de yanlış olabileceği ifade edilmektedir. Bu d..
..mun 2 nedeni vardır:
1. Geçerli bir istatistiksel test için temettü politikasından başka şeyler
sabit tutulmalıdır. Yani örnek gruptaki şirketler yalnızca temettü politikaları
bakımından farklı olmalıdırlar.
2. Örnek gruptaki firmalar için beklenen büyüme oranlarını yüksek bir doğru-
lukla ölçebilmek gerekir. Ne yalnızca temettü politikaları farklılık gösteren halka
açık bir firma grubu kalmalı, ne de yatırımcıların beklenen büyüme oranla-
rını kesin olarak tahmin etmek mümkündür. Dolayısıyla, temettü politikası-
nın özsermaye maliyeti üzerindeki etkisinin ne olduğunu fazla bir kesin-
likle belirlemek mümkün değildir.
CAPM çalışmalarına ilişkin temel problem, bunların genellikle istenilen karla-
rın yerine daha olarak geçmişte kazanılmış olan karları kullanmasıdır. Böyle za-
..if bir ölçüyle bu testler hemen hemen zorunlu olarak karışık sonuçla..
..emiştir. Bu nedenle CAPM'e dayalı ampirik testler DCF'ye dayalı olanlar
..ibi hangi temettü teorisinin daha doğru olduğu konusunda kesin sonuçlara
yönlendirmemiştir.
Bilgi Kapsamı ya da Sinyal Verme Hipotezi
Eğer yatırımcılar bir şirketin temettüsünün yıllık %5 artacağını bekliyorla..
..e temettü de gerçekte %5 artıyorsa, o zaman temettü artışının duyurulduğ..
günde hisse fiyatı genellikle önemli derecede değişmez.
* Beklenenden daha az bir temettü artışı ya da bir azaltma genellikle bir fiya..
düşüşüne yol açar.
* MM şu gerçeğe dikkat çektiler. Şirketler her zaman temettü düşürmeye isteksiz..
..irler ve sonuç olarak yöneticiler gelecekte daha yüksek ya da en azından
..... karlar beklemedikçe temettüyü yükseltmezler. Dolayısıyla MM'ye

göre bu demektir ki, beklenenden daha büyük bir temettü artışı yatırımcılar tarafından firmanın yönetiminin artan gelecek karlar tahmin ettiği konusunda bir sinyal olarak alınmalıdır. Buna karşılık bir temettü düşme zayıf kar tahmini sinyali vermektedir. Böylece MM, temettü ödemelerindeki değişmelere yatırımcı tepkilerinin yatırımcıların dağıtılmayan karlara temettüyü tercih ettiğini göstermediğini, bunun yerine hisse fiyatı değiştirmelerinin sadece temettü duyurularında doğal olarak önemli bilgiler bulunduğunu gösterdiğini öne sürmüşlerdir. Bu teori, bilgi kapsamı ya da sinyal verme hipotezi olarak belirtilir.

-Bilgi Kapsamı (Sinyal Verme) Hipotezi: Yatırımcıların temettü değiştirmelerini yönetimin kar tahminleri sinyali olarak gördüğü teoridir.

Müşteri Etkisi

* Müşteri etkisi: Bir firmanın kendi temettü politikasını beğenen yatırımcı tipini çekme eğilimidir.

-MM'in iddiası şöyledir: Bir firma belli bir temettü ödeme politikası belirler. Daha sonra bu belirli temettü politikasından hoşlanan yatırımcılardan oluşan bir müşteri grubunu kendine çeker.

Eğer firma temettü ödemek yerine karları dağıtmayıp tekrar yatırımda bulunursa, mevcut kara ihtiyacı olan hisse senedi sahipleri dezavantajlı olacaklardır. Bunlar muhtemelen sermaye kazançları elde edeceklerdir. Fakat ayrıca sıkıntıya düşeceklerdir ve nakit elde etmek için hisselerinin katlarını satma tarafına katlanmak zorunda kalacaklardır. Komisyoncu maliyetleri küçük işlemlerde oldukça yüksek olduğu için periyodik gelir elde etmek için birkaç hisse senedini satmak pahalı ve verimsiz olacaktır. Eğer firma karının çoğunu dağıtmış olursa mevcut nakit kara ihtiyaç duymayan hisse senedi sahipleri bu karı almaya, vergilerini ödemeye zorlanacaklardır ve daha sonra vergilerden arta kalan temettülerini tekrar yatırma sıkıntısı ve giderine katlanacaklardır. MM tüm bunlardan şu sonucu çıkarmışlardır. Mevcut yatırım karını arzulayan yatırımcılar yüksek temettü ödeyen firmaların hisse senetlerine sahip olurken, mevcut nakit kara ihtiyaç duymayanlar da düşük temettü ödeyen firmalara yatırım yapacaklardır.

Eğer bir firma temettü politikasında önemli bir değiştirme yaparsa, biraz alım ve satım beklenebilir ve ayrıca komisyoncu maliyetleri ve vergiler nedeniyle biraz zor olacaktır. Eğer ekonomide yeni politikayı beğenen yeteri kadar yatırımcı varsa ancak o zaman onların hisselere olan talebi değiştirmeye ilişkin maliyetleri fazlasıyla dengeleyebilir ve hissenin

iyatında bir artışa yol açabilir.
Artık Temettü Politikası
Uygulamada temettü politikası, yatırım fırsatları ve bunları finanse edecek fonların varlığı tarafından çok fazla etkilenmektedir.
*Şu dört aşamanın izlenmesi gerekir:
1. Optimal sermaye bütçesini belirle
2. Bu bütçeyi finanse etmek için ihtiyaç duyulan sermaye miktarını belirle
3. Özsermaye bileşenini sağlamak için mümkün olduğu ölçüde dağıtılmayan karları kullan
4. Eğer optimal sermaye bütçesini desteklemek için ihtiyaç duyulandan daha fazla kar mevcutsa o zaman temettü öde. Artık politika temettünün yatırımcı "artakalan" karlardan ödenmesini ima eder.
·Artık politikasının temeli "Eğer firmanın tekrar yatırılan karlardan kazandığı karlılık oranı yatırımcıların ortalama olarak kendilerinin diğer benzer risk yatırımlardan elde edebildikleri oranı aşarsa, yatırımcıların karları temettü biçiminde ödeme yerine firmanın karları tutmasını ve tekrar yatırmasını tercih ettiği düşüncesidir.
·Firma optimal borç ve özsermaye karışımıyla finanse ettiği sürece ve ayrıca yalnız içsel olarak yaratılan dışkaynağı kullandığı sürece, sermayenin her yeni doların marjinal maliyeti minimize edilecektir.
*Eğer bir firma karlarının bir kısmını temettü olarak dağıtmışsa, ihtiyaç duyulacağından daha erken fazla maliyetli yeni adi hisse senetlerini kullanmaya başlama zorunda kalmış olacaktır.
-Kar düzeyi ve yatırım fırsatları programı yıldan yıla göre değiştiği için, artık temettü politikasına katı bağlılık temettü değişmesiyle sonuçlanacaktır. Bir yıl firma yatırım fırsatları iyi olduğu için sıfır temettü duyurabilir, fakat izleyen yıl yatırım fırsatları kötü olduğu için büyük bir temettü ödeyebilir.
*Artık temettü politikasını izleme, ancak yatırımcılar dalgalanan temettülerle ... olmuyorlarsa optimal olacaktır. Eğer yatırımcılar istikrarlı ve güvenilir temettüleri tercih etmişlerse ve firma temettülerini zamanla istikrarlı kılma teşebbüsü yerine katı anlamda artık teorisini izlemişse, ks doloyısıyla hisse fiyatı daha düşük olur.
Sabit ya da Aşamalı Olarak Artan Temettüler
*Pek çok firma hisse başına belli bir yıllık temettü miktarı belirlemiş ve ... Ancak eğer gelecekteki karların ...

temettüyü muhafaza edebilme imkanı yaratmada yeterli olacağı açıkça gö-
rülürse yıllık temettüleri artırmışlardır. Hiç bir zaman yıllık temettüyü azalt-
mama yönünde politika izlemişlerdir.
*Enflasyon karları yukarıya çekme eğilimi gösterince, "işbirlikçi büyüme orani
politikası" olarak adlandırılan politikaya dönülmüştür. Burada firma temettü-
leri için hedef büyüme oranı belirlenerek ve her yıl temettüleri bu miktar
kadar artırmaya uğraşmaktadır. Açıkça görülmektedir ki, bu politikanın
uygun olabilmesi için karların yaklaşık aynı oranda büyümesi zorunlu
olmaktadır. Fakat böyle bir politika yatırımcılara işbirlikçi bir reel gelir
sağlamaktadır.
*Bilgi taşıyanı ya da sinyal verme fikrinin varlığı gözönünde bulundurulursa da
kullanılan bir ödeme politikası, işbirlikçi bir politikaya göre meydana gelebilecek
daha büyük bir belirsizliğe ve dolayısıyla daha yüksek bir risk ve daha
düşük bir hisse fiyatına yol açar. Bazı hisse senedi sahipleri temettüleri cari
tüketim için kullanmaktadırlar. Eğer bunlar şirketin temettüyü azaltması
durumunda nakit elde etmek için hisselerinin bir kısmını satmak zorunda
kalıyorlarsa bunlar sıkıntıya ve masrafa gireceklerdir. Bu onlarda bir temettü
kesintisinin neden olacağı sinyal verme endişesine ayrı bir ilave endişedir. Art
politikası tarafından belirtilen optimal temettü politikası yıldan yıla birazz
değişebilse bile bazı yatırım projelerini geciktirme, belli bir yıl boyunca hedef
sermaye yapısından ayrılma, hatta yeni hisse senedi ihraç etme gibi hareketler,
bir şirketin sinyal verme ve işbirlikçi olmayan nakit alımı etkileriyle ilgi-
li problemlerden sakınmasını mümkün kılabilir.
Sabit Ödeme Oranı
Çok az firma karların sabit bir yüzdesini temettü olarak ödeyen bir poli-
tika izler. Karlar kesinlikle dalgalandığı için bu politikayı izleme, temettü
miktarının zorunlu olarak değişeceği anlamına gelir.
Düzenli Düşük Temettü Artı Ekler
Düzenli düşük bir temettü artı iyi yıllarda bir yıl sonu ek ödeme politikası-
dır. Böyle bir politika firmaya esneklik verir. Ayrıca yatırımcılar en azından
minimum bir temettü almaya güvenirler.
Temettü Tekrar Yatırma Planları (DRP)
Temettü yeniden yatırma planı: Hissedarların aldığı temettüyü otomatik olarak
karar ödemeyi yapan firmanın hisselerine yatırma imkanı sağlayan plan.

2 tür DRP vardır;
1. Daha önceki "eski" hisse senetlerini kapsayan planlar ve
2. Yeni ihraç edilen hisse senetlerini kapsayan planlar.
Eski hisse plan türüne göre hissedar temettü gelirlerini almayla bu temettüleri şirketten daha fazla hisse senedi satın almada kullanma arasında bir seçim yapar.
DRP'nin yeni hisse türü, temettülerin yeni ihraç edilen hisse senetlerine aktarılmasını sağlar. Bu nedenle bu planlar firma için yeni sermaye sağlar.
Temettü Politikasını Etkileyen Faktörler
. Temettü ödemelerine ilişkin sınırlılıklar
- Tahvil Sözleşmeleri; Borç sözleşmeleri genellikle borç verildikten sonra temettü ödemelerinin yapılan karlara oranını sınırlar
- Sermayenin zayıflaması kuralı; Temettü ödemeleri bilançodaki dağıtılmayan karlar kalemine geçemez. Sermayenin zayıflaması kuralı olarak adlandırılan bu yasal sınırlılık alacaklıları korumak için düzenlemiştir.
- Nakit varlığı
- Uygun olmayan biçimde biriken karların cezai vergileri
. Yatırım Fırsatları
- Yatırım Programı
- Projelerin Hızlandırma ya da geciktirme imkanı; Bir firmanın temettü politikasında daha çok esnekliğe imkan verir.
3. Seçenek Sermaye Kaynaklarının Varlığı ve Maliyeti
- Yeni Hisse Senedi Satma Maliyeti: Eğer ihraç maliyetleri yüksekse, düşük bir ödeme oranı belirlemeyi ve yeni hisse senedi satma yerine karları firma içinde tutarak finanse etmeyi daha çok tercih eder.
- Özsermaye Yerine Borç İkame Etme İmkanı; Eğer firma borç oranını maliyetleri belirgin bir biçimde yükseltmeden düzeltebiliyorsa, değişken bir borç oranı kullanarak sabit bir temettü miktarını muhafaza edebilir.
- Kontrol; Eğer yönetim kontrolü muhafaza etmeyi düşünüyorsa, yeni hisse senedi satmaya isteksiz olabilir ve böylece şirket aksi durumda tutacağından daha fazla karı şirkette tutabilir.
4. Temettü Politikasının Hs Üzerindeki Etkileri
- Hissedarların gelecekteki gelire karşılık şimdiki gelir arzusu
- Sermaye kazancına karşılık temettülerin algılanan riskliliği
- Temettülerin bilgi kapsamı (sinyal verme)
*DRP'lerin ilginç bir yanı, bunların şirketleri temel temettü politikalarını tekra

incelemeye zorlamasıdır. Bir DRP'ye yüksek oranda katılım, firmanın nakit temettülerini azaltmasının hissedarlar için daha iyi olduğunu gösterir. Çünkü bu hissedarlara biraz kişisel gelir vergisi tasarrufu sağlar.

Hisse Bölünmeleri

* Bir firmanın mevcut hisse senetlerinin sayısını artırmak için yaptığı bir işlemdir.

* Bu iddiayı desteklemek için çok az ampirik kanıt olmasına rağmen, finans çevrelerde hisse senetleri için optimal bir fiyat aralığının mevcut olduğu konusunda çok yaygın bir inanç vardır. Optimal sözcüğü, eğer fiyat bu aralık içindeyse fiyat kazanç oranı ve dolayısıyla firmanın değeri maksimize edilir.

Hisse Temettüler

* Nakit yerine ek hisse senedi biçiminde ödenen temettü. Hisselerin toplam sayısı artırılmakta, böylece hisse başına kar, temettü ve fiyat hepsi düşmektedir.

: Hisse bölünmeleri genellikle keskin bir fiyat yükselmesinden sonra büyük bir fiyat düşürmesi sağlamak için kullanılır. Hisse temettüler ekseriya hisse fiyatını daha fazla ya da daha az sınırlandırılmış bir biçimde tutmak için düzenli bir yıllık temele göre kullanılır.

Bir hisse temettüyle itibari değer "kalmadığı" düşünülmemekte, fakat dağıtılmayan karlar hesabından adi hisse senedi ve ödenmiş sermaye hesaplarını sermaye aktaran bir muhasebe kaydı yapılmaktadır.

Dağıtılmayan Karlardan Transfer Edilen Miktar = (Mevcut Hisse Senedi Sayısı) (Hisse Temettü Yüzdesi) x Hissenin Piyasa Fiyatı

Yatırımcıların hisse temettüleri oldukları gibi görmeleri (sadece ek kağıt parçaları), hisse temettüler daha yüksek karlar ve nakit temettülerle birlikte olduklar zaman yatırımcılar hisse fiyatını yukarı çeken teklifler vermektedir. Ancak hisse temettüler karlarda artışlar ve nakit temettülerle birlikte olmadığı zaman, hisse başına karların ve temettülerin değerinin azalması, hisse fiyatının hisse temettüsüyle aynı oranda düşmesine neden olmaktadır. Fiyatın temel belirleyicileri esas olarak hisse başına kar ve temettü olmaktadır.

Hisse Geri Satınalmaları

Bir firmaların kendi hisselerini geri satınalarak hissedarlara nakit dağıttığı bir araçtır. Böylelikle mevcut hisselerin sayısı azalmakta, EPS artmakta ve ekseriya hissenin fiyatı artmaktadır.

2 tane belli başlı satınalma biçimi vardır:

1. Firmanın hissedarlarına dağıtmak için nakde sahip olduğu ve bu nakdi nakit temettü olarak ödemek yerine hisseleri geri satınalarak kullandığı durumlar

(1,7)

. Firmanın sermaye yapısının çok fazla özsermaye ağırlıklı olduğunu inandığı
e dolayısıyla borç alarak hisselerini geri satın aldığı durumlar
Eğer mevcut hisselerin bazıları geri satın alınırsa, daha az hisse senedi
eriye kalacaktır. Geriye kalan hisselerin hisse başına karı artacak ve
hisse başına daha yüksek bir piyasa fiyatıyla sonuçlanacaktır. Sonuç olarak,
sermaye kazançları temettülerin yerini almış olacaktır.
: Geri satın alma işleminin sonucu olarak P/E oranı değişebilir. Eğer yatırım-
cılar işlemi menfaatlerine uygun görürse yükselir, fakat yatırımcılar işlemi men-
faatlerine uygun görmezse düşer.
· Hisse geri satın almalar genellikle şu yoldan biriyle yapılır:
1. Halka açık bir firma kendi hisselerini açık piyasada bir komisyoncu
aracılığıyla satın alabilir.
2. Hissedarlara teklifte bulunabilir.
3. Firma büyük bir payı olan birisinden görüşme yoluyla blok hisseler
satın alabilir. Eğer görüşme yoluyla satın almalar yapılırsa, bu büyük
pay sahibinin diğer hissedarlara göre kayırılmadığına emin olmak için
gerekli özen gösterilmelidir.
Hissedar Açısından Geri Satınalmanın Avantajları
- Geri satınalma duyuruları ekseriya yatırımcılar tarafından olumlu
sinyaller olarak görülürler. Çünkü geri satınalma genellikle yönetimin
firmanın hisselerinin düşük değerlendirildiği inancı tarafından motive
edilmektedir.
2. Firma hisse senetlerini geri satınalırken hissedarların seçim hakkı
vardır - Satmak ya da satmamak. Ancak hissedarlar bir temettü ödemesini
kabul etmek ve vergi ödemek zorundadır.
Yönetim Açısından Geri Satınalmanın Avantajları
1. Temettüler kısa dönemde yapışkandır. Yönetimler, gelecekte temettüyü
muhafaza edebilme endişesiyle temettüyü yükseltmeye istekli değildir - yöne-
timler temettülerde kesinti yapmaktan hoşlanmazlar. Bu nedenle eğer fazla
nakdin yalnızca geçici olduğu düşünülüyorsa, yönetim muhafaza edilemeye-
cek bir nakit temettü ilan etmek yerine bir geri satınalma biçiminde
dağıtım yapmayı tercih edebilir.
2. Hisse senedi opsiyonları kullanıldığı zaman, hisse senedine dönüştürüleb-
ilir tahviller dönüştürüldüğü zaman ya da varantlar kullanıldığı zaman, hiss-
senetlerini tedarik etmek için geri satınalınan hisseler kullanılabilir.

3- Eğer yönetim kurulu üyelerinin kendileri için ihtiyaç büyük miktarda hisseler varsa, vergi faktörü nedeniyle temettü ödemeleri yerine hisseleri geri satın almayı özellikle çok tercih edebilirler.
4. Geri satın almalar sermaye yapılarında büyük çaplı değişmeler yapmak için kullanılabilir.
Hissedar Açısından Geri Satınalmanın Dezavantajları
1. Hissedarlar temettü ve sermaye kazançları arasında kayıtsız olmayabilirler ve hisse senedinin fiyatı geri satın almalardan daha açık nakit temettülerde olumlu olarak etkilenebilir. Nakit temettülerin genellikle oldukça güvenilir olduğu fakat geri satın almaların olmadığı düşünülür.
2. Satan hissedarlar bir geri satın almanın tüm sonuçlarından tam anlamıyla haberdar olmayabilirler ya da şirketin mevcut ve gelecekteki faaliyetleri konusunda tüm ilişkili bilgilere sahip olmayabilirler.
3. Şirket hisse geri satın alması için geriye kalan hissedarların aleyhine çok yüksek bir fiyat ödeyebilir.
Yönetim Açısından Geri Satnalmanın Dezavantajı
1. Geri satın almalar yasal açıdan risk içerebilir. Temel nedenini veren kaçınmak olduğu saptanırsa ceza verilebilir.
2. Eğer firmanın hisse fiyatlarını manipüle ettiği düşünülürse, SPK sorun önelleebilir.
Küçük İşletmelerde Temettü Politikası
Küçük firma büyüdükçe, finansman ihtiyacı da büyüyecektir. Ancak, küçük işletmelerin sermaye piyasalarına girmeleri sınırlıdır. Bu nedenle büyük firmalara göre daha önemli bir derecede içsel finansmana güvenmek zorundadırlar.
Firma piyasaya yerleştikçe ve büyümesi yavaşladıkça fon ihtiyacı azalır.
Yerleşik bir firma tarafından hisse senedi satışı genellikle yatırımcılar tarafından yönetimin ileride kötü zamanlar beklediği şeklinde yorumlanır. Ancak hisse senedi ihraç eden yeni ve hızlı büyüyen bir firma olursa durum böyle olmaz. Piyasa yeni ve hızlı firmaların genellikle hisse senedi çıkarmadan kalacak kadar hızlı büyüdüğünü ve bu tür hisse senedi ihraçlarının firmanın yöneticilerinin iyi yatırım fırsatları gördüğünü belirttiğini farkeder.

BÖLÜM 19: İşletme Sermayesi Politikası ve Kısa Vadeli Kredi

*İşletme sermayesi: Bir firmanın kısa dönemli aktiflerdeki yatırımı (kolay pazarlanabilir menkul kıymetler, stoklar ve alacaklar.

* Net işletme sermayesi: Cari aktifler eksi cari pasifler.

* Cari oran: Cari aktifler bölü cari pasifler

* Likidite Oranı (Asit Testi): Cari aktiflerle stokların farkının cari pasiflere bölümü. Stokları cari aktiflerden çıkarır, çünkü stoklar bu aktiflerin en az likit olanlarıdır.

* İşletme sermayesi politikası;

1. Cari aktiflerin her kategorisi için hedef düzeyler
2. Cari aktiflerin nasıl finanse edileceği konusunda firmanın temel politikalarını belirtir.

Gelecek muhasebe döneminde vadesi gelen uzun dönem borç bir cari pasif olarak tanımlansa bile bir işletme sermayesi karar değişkeni değildir.

* Nakit Dönüştürme Süresi: Hammaddelerin alımı için yapılan ödemeyle nihai ürünün satışı ile ortaya çıkan alacakların tahsili arasındaki zaman.

· Stok Dönüştürme Dönemi: Hammaddelerin mallara dönüştürme ve sonra bu malları satmak için gereken ortalama zaman

: Alacakları Dönüştürme Dönemi: Firmanın alacaklarını nakde dönüştürmek, yani satıştan sonra nakdi tahsil etmek için gereken ortalama zaman.

· Borçları Geciktirme Dönemi: Hammaddeleri ve emeği satın almayla bunlar için nakit ödeme arasındaki ortalama zaman.

Stok Dönüştürme Dönemi + Alacakları Dönüştürme Dönemi − Borçları geciktirme Dönemi = Nakit Dönüştürme Devresi

* Nakit Dönüştürme Devresi,

1. Stok dönüştürme dönemini kısaltmakla, yani imalatı ve mal satışını çabuklaştırmakla
2. Alacakları dönüştürme dönemini, tahsilatı hızlandırmak suretiyle kısaltmakla
3. Kendi ödemelerini yavaşlatmak suretiyle borçları geciktirme dönemini uzatmakla kısaltılabilir.

Maliyetleri artırmadan ya da satışları bastırmadan bu hareketleri yapabilme derecesine göre bunlar yapılmalıdır.

3 tane cari aktif yatırım politikası vardır:

− Rahat: Oldukça fazla miktarda nakdin pazarlanabilir menkul kıymetlerin ve

stokların muhafaza edildiği, ayrıca satışların, müşterilere uygun finansman imkanları sağlayan bir kredi politikasının izlenmesiyle teşvik edildiğini ve böylece karşılığında yüksek bir alacak düzeyiyle sonuçlandığı bir politikadır

·Katı: Nakit, menkul kıymet, stok ve alacak miktarı en az düzeye indirilmektedir.

Ilımlı: Bu ikisi arası uçların arasında bulunur.

·Belirsizlik işin içine girdiği zaman, firma min. bir nakit miktarı ve beklenen ödemeler, satışlar, sipariş zamanı, vb. dayalı olarak stoklarla ayrıca beklenen depolardan sapmaları karşılamak için ek miktarlar ya da emniyet payları ister.

· Sürekli Cari Aktifler: Bir firmanın devresel değişmeleri boyunca hala elde tutulan cari aktifler

· Geçici Cari Aktifler: Bir firmanın işlemindeki mevsimsellik ya da devresel değişmeler ile birlikte dalgalanan cari aktifler.

İşletme Sermayesi Finansman Politikaları

-Vade Eşleme ya da Kendi Kendini Likide Etme Yaklaşımı: Yaygın kullanılan bir finansman politikasıdır. Aktif ve pasif vadelerini eşleştirmektedir. Sürekli aktifler uzun dönem sermayeyle finanse edilmektedir. Bu riski azaltır. Gerçekte her borç bu borçla finanse edilen aktifler tarafından yaratılan nakit akımlarıyla ödenir. Böylece, borçlar kendi kendini likide eder.

2. Saldırgan Yaklaşım: Tüm sabit aktiflerini uzun dönemli sermayeyle finanse eden fakat sürekli cari aktiflerinin bir kısmını kısa vadeli kredile finanse eden bir yaklaşım. Firma borç yenileme problemleri yanında faiz oranlarının yükselme tehlikesiyle de karşı kalır. Ancak, kısa dönem borç genellikle uzun dönemli borçtan ucuzdur ve bazı firmalar daha yüksek kar şansı için güvenliği feda etmeyi istekli[illegible].

3. Tutucu Yaklaşım: Uzun dönemli sermayenin tüm sürekli aktif ihtiyaçlarını finanse etmek ve ayrıca mevsimlik taleplerin bir kısmını ya da tümünü karşılamak için kullanıldığı yaklaşım.

*Saldırgan politika en büyük miktarda, tutucu politika en az miktarda, ve vade eşleştirmeyse ikisi arasında kısa vadeli borç gerektirirler.

Kısa Vadeli Kredinin Avantajları / Dezavantajları

1. Hız: Kısa vadeli bir borç uzun dönemli bir borçtan çok daha çabuk alın[illegible] [illegible] önce daha kapsamlı bir

finansal incelemede isarak durlar. Çünkü uzun vadede çok şeyler olabilir.
2. Esneklik: Uzun dönemli borç için borç maliyetleri genellikle daha yük sektir. Uzun dönemli borç erken geri ödenebilir olmasına rağmen, borç sözleşmesinin önceden ödeme hükmünü kapsaması koşuluyla, önceden ödeme cezaları pahalı olabilir. Dolayısıyla, eğer bir firma kısa dönemli fon ihtiyacının yakın gelecekte azalacağını düşünüyorsa kısa vadeli borç lanmalıdır. Çünkü geri ödeme esnekliği sağlar. Uzun dönemli borç sözleşmesi lama firmanın gelecekteki hareketlerini sınırlayan hükümler/koşullar içerir. Fakat kısa vadeli kredi sözleşmeleri genellikle daha az sınırlayıcıdır.
3. Maliyet: Kısa vadeli borç faiz oranları, uzun dönemli borç faiz oranların dan daha az maliyetlidir.
4. Borç alan firmanın Riski: Kısa vadeli borçla finansmana göre borç alan firma uzun döneme göre daha fazla risk alır. Bu risk 2 nedenden ortaya çıkar. Birincisi, eğer bir firma uzun dönemli borç alırsa faiz giderleri sabit olacak ve böylece geçen zaman boyunca değişmez olarak kalır. Fakat, kısa vadeli kredi kullanırsa, faiz giderleri büyük ölçüde dalgalanır. Bazen de oldukça yüksek olacaktır. İkincisi, eğer bir firma büyük ölçüde kısa dönemli borç alırsa, kendisini bu borcu ödeyemeyecek bir durumda bulabilir ve öyle zayıf bir durumda olabilir ki borç veren borcu yenileyemeyecektir.
Tahakkuklar
Tahakkuk: Sürekli tekrarlanan kısa dönemli yükümlülükler
Tahakkuklar aracılığıyla sağlanan fonlara açıkça hiçbir faiz ödenmediği için bu bir borç maliyetsizdir.
Ticari Kredi
Ticari kredi kısa dönemli borcun en büyük tek kategorisidir. Bu oran daha küçük firmalar için biraz daha büyüktür. Çünkü küçük firmalar elverişli diğer kaynaklardan finansman sağlama imkanına sahip değillerdir.
2/10 net 30 → Fatura tarihinden itibaren 10 gün içinde ödemede bulunursa %2'lik bir iskonto verildiğini, fakat iskontodan yararlanılmaz ise faturanın miktarı 30 günde ödenecek demektir.
Eğer bir firmanın kısa vadeli borçları alacaklarını aşarsa firmanın "net ticari kredi aldığı" söylenir. Halbu ki, eğer alacaklar kısa vadeli borçlarını aşarsa "net ticari kredi vermektedir". Küçük işletmeler elverişli net kredi alırlar. Daha büyük firmalar verirler.

$$\text{Yaklaşık yüzde maliyet} = \frac{\text{İskonto yüzdesi}}{100-\text{iskonto \%'si}} \times \frac{360}{\text{kredinin mevcut olduğu günler}-\text{iskonto dönemi}}$$

Payın ilk terimi olan iskonto yüzdesi kredinin dolar başına olan maliyetid ir. Buna karşılık payda iskonto almamak suretiyle hazır olan fonları gös-ermektedir. İkinci terim her yıl bu maliyete kaç kez katlandığını gösterir.
-Kabul edilen muhasebe uygulamaları genellikle her ikisine imkan ver esine rağmen, çoğu muhasebeciler hem stokları hem de kısa vadeli kre ileri iskonto sonrası net kısmıyla kaydetmeyi tercih eder. Daha sonra is- onto almama nedeniyle ortaya çıkan dolar fazla ödemeleri "kaydedilen alınmayan) iskontolar" olarak adlandırılan ek bir gider olarak kaydederler. olayısıyla biz kısa vadeli borçları, şirket iskonto almayı düşünmediği zama ile iskonto sonrası net olarak gösteririz.
'Maliyetsiz Ticari Kredi: İskonto döneminde alınan kredi,
-Maliyetsiz ticari krediden fazla olan ve maliyeti, kaybedilen iskonto olan ka rediyi kapsayan maliyetli ticari kredidir. Çoğu sektörlerde görülen ticaret koş ına göre maliyetli bileşen oldukça yüksek bir maliyet oranını kapsar. Dolay ıyla, banka kredisi alma imkanı olan firmalar yalnızca maliyetsiz olan tica kredi bileşenini kullanmalıdır.
ısa Vadeli Banka Kredileri
-Firmaların bilançolarında ödenecek senetler kaleminde görülen ve önem bakı ından ticari kredilerden sonra gelen kalemdir. Borç alanın bilançosunda hem kalıt hem de ödenecek senetler kalemi olur.
arşılık miktarı: Bankalar tipik olarak düzenli bir biçimde borç alandan, aldı ı borç miktarının belli bir yüzdesine eşit olan bir miktarda bir bakiyeyi bankadaki vadesiz mevduat hesabında bulundurmayı isterler. Bu karşılık mik ları olarak adlandırılır ve borcun efektif faiz oranını yükseltir.
Kredi Hattı: Kredi hattı borç alanla banka arasında, bankanın borç alana ak acağı maksimum kredi miktarını belirten resmi ya da resmi olmayan bir an- aşmadır. Tipik bir kredi kartı limiti gibi işler.
*Döner Kredi Anlaşması: Döner bir kredi anlaşması bir kredi hattına çok benze ecek, ayırdedici önemli bir özellik vardır; bankanın bir döner kredi anlaşmas kabul edip ödemede bulunmak için yasal bir yükümlülüğü vardır ve bu taahhü çin bir ücret alır. Daha az resmi olan kredi hattı için herhangi bir yasal

yükümlülük yoktur.

*Banka Borçlarının Maliyeti; Herhangi bir zamanda borç alanların farklılıkl-ırına göre her borç alan için zamanla değişir. Daha riskli olanlar için faiz oran-ları daha yüksektir. Ayrıca borç verme işlemine ilişkin sabit maliyetler ned-eniyle daha küçük miktarlardaki borçlar için daha da yüksektir. Eğer bir firma büyüklüğü ve finansal gücü nedeniyle "temel risk" kategorisine girebilirse, ge-leneksel olarak bankaların aldığı en düşük oran olan temel faiz oranında prime rate) borç alabilir. Diğer borçların faiz oranları temel faiz oranın-dan yukarıya doğru yükselen bir eğilim içindedir. Bankaların borç faiz oran-ları ekonomik koşullara ve MB'nin politikasına bağlı olarak zamanla büyük ölçüde değişir.

*Banka Borçlarının faiz oranları 3 biçimde belirtilir:

1. Basit faiz: Borç alan borç miktarının tamamını alır ve daha sonra ana paraya faizini vade bitiminde öder. 1 yıl ya da daha fazla süreli basit faizli bir borçta, nominal faiz oranı efektif faiz oranına eşittir. Ancak, eğer borcun vadesi 1 yıldan azsa efektif oran daha yüksek olur.

2. İskonto Faizi: İskonto faizli bir borçta banka faizi önceden tahsil eder (keser). Bu durum iskonto etme olarak adlandırılır. Dolayısıyla borç alan borç miktarından daha az alır. İskonto faizi daha uzun vadeli borçlara göre kısa vadeli borçlarda daha az bir külfet yükler.

3. Taksitli Borçlar-Eklenmeli Faiz: Faizin nominal orana göre hesaplandığını ve daha sonra borcun toplam miktarını bulmak için elde edilen miktara eklendiğini ifade eder.

Banka seçiminde dikkat edilmesi gereken konular;

1. Risk üstlenme istekliliği
2. Danışmanlık
3. Müşterilere bağlılık
4. Uzmanlaşma
5. Maksimum borç miktarı
6. Diğer Hizmetler

Finansman Bonosu

Büyük ve güçlü firmaların teminatsız senetlerine verilen addır.
Finansman bonosunun faizleri az ve talep koşullarına göre dalgalanma gösterir ve piyasada belirlenir, koşullar değiştikçe günlük olarak değişir.

Finansman bonosunun kullanımı son derece iyi kredi riski olan oldukça
z sayıdaki işletmelerle sınırlandırılmıştır.
ısa dönemli Finansmanda Teminat Kullanımı
Finansman bonosu hiçbir zaman belli bir teminatla güvenceye alınmaz.
talot diğer kım borçlar, eğer gerekli görülür ve arz edilirse, güvenceye
lınabilir.
Zayıf firmalar borç vereni korumak için bir bir teminat verirse ancak bo
labilir ya da teminat kullanarak çok daha düşük bir faiz oranından borç
nabilir.
Teminatlı Kısa Dönem Finansman
*Faktoring: Alacakların açıkça satılması
Faktoring genellikle borç alanın ödeme talebinde bulunmaksızın
orç veren tarafından alacakların satın alınmasını kapsar. Bu, eğer
alı satınalan bedelini ödemezse malı satan yerine borç veren zararı üst
ir demektir. Faktoringde malları satınalan tipik olarak transferden hab
r edilir ve ödemeleri doğrudan finansal kuruluşa yapması istenir. Faktoring
irması sağlam olmayan alacakların geri ödememe riskini üstlendiği için,
rediyi kontrol etmek zorundadır. Dolayısıyla faktoring yapanlar yalnızca
ora değil fakat aynı zamanda borç ala için bir kredi bölümü de
urarlar.
*Satıcı bir alıcıdan sipariş aldığı zaman, kredi kontrolü için faktoring
irketine gönderilir. Eğer faktor krediyi onaylarsa mal sevkiyatı yapılır
e fatura mühürlenerek alıcının ödemeyi doğrudan faktoring şirketine
apması bildirilir. Eğer faktor satışı onaylamazsa faktor alacağı satınalmaz
"Stokların açık ihtiyati tedbir" borç veren kurum borç alanın firm st
arı üzerinde ihtiyati tedbir koyma hakkı verir. Ancak borç alan stokla
atmakta serbesttir ve böylece teminatın değeri borç verildiği zamanki
düzeyinin altına düşebilir.
*Açık ihtiyati tedbirin özünde bulunan eksiklikler nedeniyle emanet
akbuzları uygulamaya konulmuştur. Emanet makbuzu, malların borç ver
için güvenceye alındığını ya da borç verenin nezdinde ayrı tutulduğu
e malların satışından sağlanacak herhangi bir gelirin her günün sonund
orç verene aktarılmasının zorunlu olduğunu ifade eder.
*Depo makbuzları: "Halka açık bir depo" mal depolama işiyle uğraşan ba
ğımsız 3. bir tarafın faaliyetidir.

BÖLÜM 20: Nakit ve Pazarlanabilir Menkul Kıymetler

+ Nakit Tutmanın Gerekçeleri;

1. İşlemler Dengesi: Ödemeler ve alacak tahsilleriyle ilişkili nakit dengesi, günlük işlemler için zorunlu olan dengedir.

2. Karşılık Miktarı: Bir firmanın ticari bir bankada tutmak zorunda olduğu miktarı

3. Emniyet Dengesi: Nakit giriş ve çıkışlarındaki rastgele ve öngörülmeyen dalgalanmalar için tutulan nakit miktarı

4. Spekülatif Denge: Ortaya çıkabilecek herhangi bir pazarlıklı satın almada firmanın avantajı yakalamasına imkan yaratmak için tutulan nakit miktarı

+ Bir firmanın nakit akımları ne kadar az tahmin edilebiliyorsa, emniyet dengesi o kadar büyük olur. Ancak, firmanın borç alınabilir fonlara ulaşması kolaysa emniyet amacıyla tutmaya ihtiyaç duyacağı nakit miktarı azalır.

+ Nakit Akımlarını Uyumlaştırma: Nakit girişlerinin nakit çıkışlarıyla çakıştığı durumdur. Böylece bir firmaya işlem dengesini min. düzeyde tutma imkanı verir.

Ödeme açığı: Sizin yazdığınız fakat halen tahsil işleminde olan ve bankanın çek hesabınızdan karşılığını düşmediği çeklere bağlı olan fon miktarıdır.

Alacak açığı: Siz bir çek aldığınız zaman, onu hesabınıza yatırmanız ve bankanın işleme koyup hesabınıza alacak kaydetmesi arasındaki zamana denir.

Ödeme açığıyla alacak açığı arasındaki fark net açıktır. Net açık ayrıca bir firmanın çek defteriyle bankanın hesap kayıtları arasındaki farktır. Genel olarak pozitif net açıkla çalışmak iyidir. Bir firmanın net açığı onun aldığı çeklerin tahsilini hızlandırma ve yazdığı çeklerin de tahsil edilmesini yavaşlatma gücünün bir fonksiyonudur.

Çekleri tahsil etmek için geçen zaman, ödeyenle alanın bankaları arasındaki mesafenin bir fonksiyonudur.

Minimum mutlak miktar, ortalama minimum miktara göre çok daha katı bir kısıttır. Çünkü 1 ay boyunca bankada tutulan toplam nakit miktarı

(2)

Firmanın işlem dengeleri miktarı kadar 100.000 doların üzerinde d-
nak zorundadır. Bu durumda firma açısından bu 100.000 dolar ölü pa
adır. Ancak ortalama minimum miktar durumunda hesap bakiyesi orta
ama 100.000 olması koşuluyla eğer herhangi bir günde 200.000 dolar
orsa başka bir günde sıfıra düşebilir.
Fazla Gelme Sistemi: Mudilerin mevduat miktarlarından daha fazla miktarda
ek yazabilme ve bankaların aradaki farkı karşılamak için otomatik olarak
ora verdiği bir sistem.
- Nakit karşılıklarının etkin kullanılması için, firma marjinal gelirler marjinal
giderleri aştığı sürece bu maliyetlere katlanmalıdır.
Pazarlanabilir Menkul Kıymetler: Piyasada belirlenen değerlerine yakın bir
değerle kısa bir sürede satılabilen menkul değerler. Pazarlanabilir menkul kıy-
metler normal olarak faaliyet aktiflerinden çok daha düşük getiri sağlarlar.
Bu durumda bulundurmanın 2 temel nedeni vardır: (1) nakit dengelerinin
yerini tutma işlevi görmektedirler, ve (2) geçici bir yatırım olarak kulla-
nılmaktadırlar.
- Saldırgan bir politikayla firma hiçbir menkul kıymet bulundurmayacak-
tır ve ihtiyaçlarını karşılamak için büyük ölçüde borç alacaktır. Vade-
lerin eşleştirildiği ılımlı bir politikayla, firma sürekli aktiflerini uzun döne
finansmanla karşılayacak ve stoklarla alacaklardaki mevsimlik artışların
çoğunu da kısa vadeli borçlarla karşılayacaktır. Fakat bazı zamanlarda,
a ayrıca pazarlanabilir menkul kıymetler bulundurulacaktır.
- Plan A en risklidir. Firmanın cari oranı diğer planlara göre daima düşük-
tür. Bu durum firmanın ya ihtiyaç duyulan fonları sağlamada ya da borç
ödemede güçlüklerle karşılaşabileceğini belirtmektedir. Öte yandan A planı
düşük getirili hiçbir pazarlanabilir menkul kıymetin bulundurulmasını
gerektirmemektedir. Bu durum muhtemelen toplam aktiflerle özsermaye
yenin oldukça yüksek bir beklenen karlılık oranına ulaşacak.
- Bir stratejinin bir başkasından daha mı olduğunu kanıtlamak zor
bir ilke olarak pazarlanabilir menkul kıymetleri tutma uygulaması fir
manın beklenen karlılık oranını azaltır. Fakat ayrıca hisse senetle
rinden istenilen karlılık oranını da düşürür.
* Pazarlanabilir menkul kıymetleri seçmedeki ölçüler;
1. Geri Ödememe Riski
2. Faiz Oranı Riski: Faiz oranındaki değişmeler nedeniyle yatırımcıların
[illegible] kaldığı [illegible] dönemli tahvillerin bu riski daha fazladır.

3. Satın alma Gücü Riski: Enflasyonun belli bir para miktarının satın alma gücünü düşüreceği risktir.
4. Likidite Riski
5. Menkul Kıymetlerin Getirileri

*Baumol Modeli: Firmanın nakit tahmin edilebilir sabit bir oranda kullanıldığını ve firmanın faaliyetlerinden sağladığı nakit girişlerinin de ayrıca tahmin edilebilir ve sabit bir oranda olduğunu varsayar. Bu modele göre nakit dengelerinin toplam maliyeti nakit bulundurma (ya da fırsat) maliyetiyle işlem maliyetinden oluşur. Model, ekonomik sipariş miktarı (EOQ) kavramlarını kullanarak optimal nakit dengesini belirleyen ekonomik bir modeldir. Optimal nakit dengesinin, işlemler için ihtiyaç duyulan nakit miktarındaki artışlardan daha az oransal olarak arttığına dikkat edilmelidir. Bu durum, nakit tutmada ölçek ekonomilerinin bulunduğunu ve bunun da küçük işletmelere göre büyük firmalara bir avantaj sağladığını gösterir.

*Çok uluslu bir şirkette nakit yönetiminin amaçları tamamen ulusal olan bir şirketteki amaçlara benzer: (1) Uygun olduğu ölçüde alacak tahsilatını hızlandırarak ve ödemeleri geciktirerek net ihtiyaç açığı maksimize etmek (2) nakde ihtiyaç duyulmayan kısımlardan ihtiyaç olan kısımlara mümkün olduğu kadar nakdi hızla aktarmak ve (3) geçici nakit fazlalarından mümkün olan en yüksek riske uyarlanmış karlılık oranını sağlamak.

*Ulusal hükümetler ülkeden dışarıya fon transferlerine genelde sınırlama getirirler. Bunun nedeni çoğu ülkelerin (özellikle az gelişmiş ülkelerin) ekonomik büyümeyi hızlandırmak için karların kazanıldığı ülkede tekrar yatırıma dönüştürülmesini istemesidir.

BÖLÜM 21: Alacak ve Stok Yönetimi

*Herhangi bir zamandaki mevcut toplam alacak miktarı iki faktör tarafından belirlenir: (1) kredili satış hacmi ve (2) satışlarla tahsilat arasındaki ortalama zaman uzunluğu.

*Kredi politikası 4 elemandan oluşur:

1. Alıcıların satın almaları için ödemek zorunda oldukları andan önceki zamanın uzunluğunu ifade eden "kredi dönemi"
2. Erken ödemeleri teşvik etmek için verilen "iskontolar"
3. Kredi verilmesi uygun görülen müşterilerin minimum finansal gücünü ifade eden "kredi standartları"
4. Firmanın geç ödeyen hesapları izlemedeki sıkılığı ya da gevşekliğini yansıtan "tahsilat politikası")

·Kredi dönemi ve verilen iskontolar birlikte kredi koşulu olarak adlandırılır.

Nakit iskontolar 2 yarar sağlar: (1) iskontoyu bir fiyat indirimi gören yeni müşterileri cezbedebilir, (2) bazı eski müşteriler iskontolardan yararlanmak için daha çabuk ödeyecekleri için ortalama tahsil süresinde bir azalmaya neden olabilir.

·Kredi kalitesini ölçmek için kullanılan bazı yöntemler:

1. Kredi Puanlama
2. Beş C Sistemi: (Character, Capacity, Capital, Collateral, Condition)
   a. Karakter: müşterilerin yükümlülüklerini haysiyet meselesi olarak görebilme olasılığını ifade eder.
   b. Kapasite: müşterilerin ödeme gücüne ilişkin subjektif bir yargıdır.
   c. Sermaye: bir firmanın finansal tablolarının analizinin gösterdiği biçimde, bir firmanın genel finansal durumuyla ölçülür.
   d. Teminat: kredi almak amacıyla müşterilerin güvence olarak gösterdiği aktifleri içerir.
   e. Durum: bir müşterinin yükümlülüklerini karşılama gücünü etkileyen genel ekonomik eğilimleri ve bazı coğrafik bölgelerdeki ya da ekonomik sektörlerdeki gelişmeleri ifade eder.
3. Kredi Bilgi Kaynakları

4. İstisnalarla Yönetim: Modern kredi yöneticileri genelde bunu kullanırlar. Böyle bir sistemde müşterileri risk derecelerine göre 5-6 gruba ayırmak

için istatistiksel prosedürler kullanılır. Daha sonra kredi yöneticisi çok muhtemelen problem yaratacak müşteriler üzerinde zamanını ve dikkatini yoğunlaştırır.

·Kredi politikasını etkileyen diğer faktörler:

1. Kar Potansiyeli: Eğer kredili satmak ve ayrıca alacaklara da bir fiyat eklemek mümkün olursa, bu durumda kredili satmak gerçekten nakit satmaktan daha karlı olabilir.

2. Kredi vermede yasal çerçeve.

Fazla kapasiteye ve düşük değişken üretim maliyetlerine sahip olan bir firma daha geniş bir hacimde kredi vermelidir ve dolayısıyla tam kapasiteyle çalışan ya da çok az bir kar marjı olan bir firmaya göre daha yüksek bir alacak düzeyine sahip olmalıdır.

· Bir satış yapıldığı zaman şu olaylar ortaya çıkar: (1) Stoklar satılan malların maliyeti kadar azalır, (2) Alacaklar satış fiyatı kadar artar ve (3) fark kar olarak kaydedilir.

·Bir kredi politikası değişimine karar verirken temel soru şudur: Satış gelirleri maliyetlerden daha fazla artıp net karın yükselmesine neden olacak mı yoksa satış gelirlerindeki artış daha çok yükselen maliyetler tarafından dengelenecek mi?

·Stok Taşıma maliyetleri: Stok bulundurma maliyetleri genellikle bulundurulan ortalama stok miktarıyla doğrudan orantılı olarak artar. Ortalama stok miktarı ise verilen sipariş sıklığına bağlıdır. Sipariş miktarı ise yıllık satışların sipariş sayısına bölümünün yarısıdır.

· Sipariş maliyetleri: Stok bulundurma maliyetlerinin tamamen değişken ve stokların ortalama hacmiyle doğrudan orantılı olarak yükselmesine rağmen sipariş başına sipariş maliyetleri sabittirler. Toplam stok maliyetlerinin kısmı sipariş verme ve teslim almanın sabit maliyeti çarpı verilen sipariş sayısıdır.

·Bazı maliyetler büyük stoklarla artarken, diğer maliyetler düşmektedir ve stoklara ilişkin toplam maliyetleri min. yapan optimal bir sipariş miktarı bulunmalıdır. Eğer bir firma hergün küçük bir sipariş verirse, ortalama stoklar yılda bir kere verilen büyük bir sipariş durumundakinden çok daha az olacaktır. Bazı maliyetler büyük siparişlerle artar. Büyük siparişler daha büyük ortalama yatırımlar demektir. Depolama maliyetleri, stoklara bağlanan fonların fırsat maliyetleri ve demode olma maliyetlerinin hepsi

artacaktır. Aynı zamanda sipariş maliyetleri büyük sipariş ve stoklarla düşer.

*EOQ Modeli: Toplam stok maliyetini min. edecek sipariş miktarını belirlemek için bir formüldür. Varsayımları;

(1) Satışlar çok iyi bir biçimde tahmin edilebilir.

(2) Satışlar tüm yıl boyunca düzgün bir biçimde dağılmıştır

(3) Siparişler hiçbir biçimde geç teslim alınmamaktadır.

*Tekrar Sipariş Noktası: Stokların yenilenmek zorunda olduğu noktadır. Hafta olarak siparişler arasındaki zaman çarpı haftalık kullanıma eşittir.

*Emniyet Stokları: Satış oranlarındaki ya da üretim/sevkiyat gecikmelerindeki değişmelere karşı önlem olarak tutulan ek stoklar. Satış oranıyla siparişler arasındaki zamanın hiçbir zaman değişmeyeceğini kesin olarak bilmediğimizden firma ek stoklar ya da emniyet stokları bulundurur.

*Optimal emniyet stoku genel olarak (1) satış tahminlerinin belirsizliği (2) stok yokluğundan kaynaklanacak maliyetlerle ve (3) sevk edilen malların alınmadaki gecikmelerin olasılığıyla artar. Bulundurma maliyeti arttıkça düşer.

*Stok Kontrol Sistemleri:

1. Kırmızı Çizgi Yöntemi: Tekrar sipariş noktasını belirtmek için stokların konulduğu kutunun içine kırmızı bir çizginin çizildiği bir stok kontrol yöntemidir.

2. İki Kutu Yöntemi: İki stok kutusundan biri boşaldığı zaman tekrar sipariş noktasına ulaşılan bir prosedür.

3. Bilgisayarlı Stok Kontrol Sistemi: Tekrar sipariş noktalarını ve stok dengelerini belirlemek için bilgisayarların kullanıldığı bir stok kontrol sistemidir.

4. ABC Sistemi: Bu sisteme göre bir firma her stok kalemini maliyeti, kullanım sıklığı, stokta gerçekten bulunma durumu, siparişler arasındaki süre ve diğer ölçütlere dayalı olarak analiz eder. Pahalı, sık kullanılan ve siparişler arasındaki uzun süre bulunan stok kalemleri A sınıfına konulur. Daha az önemli stok kalemleri B sınıfına konulur ve en az önemli olanlar C sınıfı olarak belirlenir. Yönetim, A kalemlerinin yakındaki kullanım oranlarını, stok durumunu ve teslim zamanı durumlarını oldukça sık gözden geçirir.

Kredi verme uluslararası çerçevede daha risklidir. Çünkü, normal geriye ödeyememe riskine ek olarak uluslararası firma ayrıca satışın yapıldığı zaman ile alacağın tahsil edildiği zaman arasındaki kur oranı konusunda endişelenmek zorundadır.

Uluslararası bir ortamda stok yönetimi de, ayrıca birkaç nedenle tamamen mahalli bir firmaya göre çok daha karmaşıktır. Birincisi, stoklar fiziksel olarak yerleştirme sorunu vardır.

Döviz değişim kurları da ayrıca stok politikasını etkiler. Göz önünde bulundurulması gereken bir başka faktör, ithalat ya da ihracat kota ve tarifelerinin konulma imkanıdır.

Bazı ülkelerde bir başka konu kamulaştırma tehdididir. Eğer bu tehdit büyükse, stok bulundurma min. edilecektir, ve ürünler ancak ihtiyaç duyulduğu zaman getirtilecektir.